La rémunération des Présidents Non Exécutifs dépend-elle de leur capital humain ?

Géraldine Broye
Professeur des universités – Ecole de Management Strasbourg
Yves Moulin
Maître de Conférences – Ecole de Management Strasbourg

JEL : G3 – J33

RESUME

Cette étude s'intéresse aux déterminants de la rémunération des Présidents non exécutifs des sociétés du SBF 120. A partir d'un échantillon de 147 sociétés observées sur la période 2005-2009, nous mettons en évidence que certaines caractéristiques de capital humain affectent le niveau de rémunération des Présidents. Nous montrons par ailleurs que la taille de l'entreprise, sa performance et sa structure de propriété ont une influence significative sur leur rétribution.

MOTS-CLES
Rémunération – Présidents Non Exécutifs – Conseils d'administration – Capital humain

Does the compensation level of Chairman depend on its human capital?

ABSTRACT

This study examines the determinants of the compensation arrangements for outside board chairmen. Using a sample of 147 of the largest French companies over the period 2005-2009, we show that human capital characteristics affect Chairman compensation. Our empirical results also highlight that company size, performance and ownership structure have a strong influence on Chairman pay.

KEYWORDS
Compensation – Chairman of the board –Board of Directors – Human capital

INTRODUCTION

Les travaux académiques traitant de la rémunération des dirigeants se sont multipliés ces dernières années (Tosi *et al.*, 2000, Devers *et al*., 2007, Eminet et al, 2009, Vigliano et Barré, 2010), en réponse notamment à un questionnement social portant sur le bien-fondé des niveaux de rétribution offerts aux dirigeants des grandes sociétés cotées (Nicols et Subramaniam, 2001 ; Perel, 2003). Toutefois, à notre connaissance, aucune étude n'a, à ce jour, exploré la question de la rémunération des Présidents « non exécutifs » qui siègent à la tête des conseils d'administration ou de surveillance des sociétés sans en assumer les fonctions de Directeur général[1].

Pourtant, la rémunération des Présidents non exécutifs a fait l'objet de nombreux débats récents en France, et ce pour deux raisons principales. Premièrement, leur niveau de rémunération apparait particulièrement élevé eu égard aux pratiques européennes. Dans son rapport de 2009 portant sur « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées », le cabinet Proxinvest, société de conseil aux actionnaires, souligne que les Présidents non exécutifs français font partie des mandataires sociaux les mieux payés en Europe (environ quatre fois plus que leurs homologues allemands et néerlandais). Cette spécificité est d'autant plus notable que la rémunération des administrateurs français est au contraire plus faible en moyenne que celle de leurs homologues européens. Deuxièmement, les rémunérations des Présidents non exécutifs sont sujettes à controverses dans la mesure où elles échappent partiellement au contrôle des actionnaires, et ne font pas systématiquement l'objet de conventions réglementées. Il apparaît donc particulièrement intéressant d'en analyser les déterminants, jugés aujourd'hui trop opaques par les autorités de régulation.

Ce travail propose donc d'explorer les déterminants de la rémunération des Présidents non exécutifs du SBF 120, et en particulier d'étudier l'incidence du capital humain des Présidents sur leur niveau de rémunération. Le capital humain peut se définir comme « l'ensemble des compétences, qualifications et autres capacités possédées par un individu à des fins productives » (Simonnet, 2006). Le capital humain correspond ainsi à l'investissement réalisé par les individus en termes d'éducation et de formation. Dans la mesure où cet investissement

[1] La nomination d'un Président non exécutif à la tête des conseils d'administration s'est largement répandue parmi les sociétés cotées françaises, suite à la loi NRE 2001 permettant de dissocier les fonctions de Président du conseil et celle de Directeur Général.

est réalisé à des fins productives, les individus attendent un retour sur leur investissement qui peut prendre la forme d'une rémunération supérieure (Mincer, 1974 ; Becker, 1993).
La compétence des administrateurs et de leur Président étant un élément essentiel requis par les codes de gouvernance, nous pouvons nous attendre à ce qu'elle soit valorisée par le marché et se traduise en un niveau de rémunération supérieur. La question du capital humain des Présidents renvoie en particulier à la question de la spécificité de leur formation, qui revêt une importance particulière dans le cas de la France, où le système éducatif apparaît fortement élitiste (Bauer et Bertin-Mourot, 1987).
Cet article est structuré de la façon suivante. La première section rappelle quelques éléments contextuels liés à la rémunération des Présidents non exécutifs en France. La deuxième section expose le cadre d'analyse quant au lien entre capital humain et rémunération de Présidents, et présente les hypothèses de travail. La troisième section décrit notre méthodologie de recherche, l'échantillon ainsi que les variables utilisées. L'analyse de nos résultats est détaillée dans une quatrième section, et nous présentons nos conclusions dans une dernière section.

1. La rémunération des Présidents non exécutifs en France

Dans sa forme la plus classique, le conseil d'administration est présidé par une même personne qui assume à la fois les fonctions de Président et celles de directeur général. Toutefois, d'autres structures de gouvernance sont possibles en France, permettant de dissocier les fonctions de décision des fonctions de contrôle (Fama et Jensen, 1983). Cette dissociation est tout d'abord rendue possible par la mise en place d'une structure duale, composée d'un conseil de surveillance et d'un directoire. Elle peut en outre, depuis la loi NRE de 2001, être envisagée au sein d'un conseil d'administration dissocié qui prévoit une séparation des fonctions de Président du conseil d'administration et de Directeur Général. Depuis la promulgation de cette loi, les structures dissociées se sont multipliées en France, favorisant ainsi l'émergence de Présidents « non exécutifs », dont le rôle et le niveau de rémunération suscitent bien des débats.
Dans son rapport de 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, l'AMF recommande de « s'interroger sur le statut et le rôle du Président non exécutif dans les sociétés à conseil d'administration ». Elle affirme que ce questionnement suppose en particulier d'examiner « la manière dont la réalisation de ces missions est prise en compte dans la fixation par le conseil des différents éléments de sa rémunération ». L'AMF considère

notamment « qu'il est important que les sociétés communiquent sur les fonctions effectivement exercées par les Présidents dissociés des conseils d'administration et qu'un lien puisse être établi à cet égard entre la nature exacte de ces fonctions et la structure retenue de leur rémunération ». L'autorité de marché avait d'ailleurs déjà proposé dans son rapport de 2009 qu'une réflexion soit menée par les associations professionnelles sur les modalités de rémunération des Présidents non exécutifs.

En l'état actuel de la législation, l'article L.225-47 du code du commerce (loi du 16 mai 2001) indique qu'il revient au conseil d'administration de déterminer la rémunération du Président. Une partie de cette rémunération est versée sous la forme de jetons de présence. L'assemblée générale des actionnaires détermine et alloue une somme fixe annuelle aux administrateurs à titre de jetons de présence (article L.225-44). Cette somme est librement établie et n'est pas liée à des dispositions statutaires. Il revient au conseil de répartir cette enveloppe globale entre ses membres.

Hormis les jetons de présence, les Présidents sont susceptibles de percevoir d'autres rémunérations. Le conseil d'administration peut allouer au Président des stock-options, ainsi que des rémunérations exceptionnelles pour des missions ou mandats particuliers (article L.225-46). Ces rémunérations doivent normalement faire l'objet d'une convention soumise à l'autorisation préalable du conseil (article L.225-38). En pratique, il apparaît cependant que ces rémunérations ne font que rarement l'objet de conventions réglementées soumises au contrôle des actionnaires, cette situation étant régulièrement dénoncée par le cabinet Proxinvest[2]. Dans les rapports annuels sont mentionnés le montant des jetons de présence ainsi que les rémunérations variables attribuées au Président, mais leur mode de calcul n'est que très rarement explicité. Compte-tenu de la relative opacité des critères pris en compte pour fixer la rémunération des Présidents, ce travail s'interroge sur les déterminants de cette rémunération, et en particulier sur l'influence des caractéristiques personnelles du Président.

[2] *L'Agefi*, 15/12/2010.

2. Capital humain et rémunération des Présidents de conseil

2.1. Cadre d'analyse

La littérature relative à la rémunération des mandataires sociaux se focalise principalement sur la rémunération des dirigeants exécutifs et analyse prioritairement la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise. S'appuyant sur la théorie de l'agence, ces travaux appréhendent la rémunération comme un mécanisme incitatif permettant de motiver les mandataires sociaux à accroitre la valeur de l'entreprise. Il est attendu qu'une politique de rémunération liée à la performance de l'entreprise permet d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires (Jensen et Murphy, 1990).

Cependant, les résultats de ces études sont mitigés et la performance de l'entreprise n'apparaît pas comme un facteur déterminant de la rémunération (Tosi *et al.*, 2000 ; Devers *et al.*, 2007). Il convient dès lors de s'interroger sur d'autres facteurs susceptibles d'expliquer les niveaux et les structures de rémunération. La théorie du capital humain apporte à cet égard un éclairage très riche pour expliquer la rémunération des dirigeants.

Le capital humain fait référence à la connaissance et aux compétences des individus, qui se développent à travers l'investissement dans l'éducation et la formation, et au travers de leur expérience (Becker, 1993). L'acquisition de capital humain implique pour l'individu un accroissement de sa productivité marginale, qui devrait se traduire en retour par une augmentation de revenus. Autrement dit, dans la mesure où les dirigeants plus compétents et plus expérimentés sont plus efficaces et accompagnent l'entreprise vers de meilleurs niveaux de performance, ils sont en droit d'exiger une part de la valeur créée au travers d'une rémunération supérieure. Ces dirigeants peuvent notamment solliciter un supplément de rémunération au regard d'opportunités d'emploi plus nombreuses en relation avec leurs compétences particulières. La théorie basée sur les ressources (Castanias et Helfat, 1991 ; Barney, 1991) apporte d'ailleurs un éclairage intéressant sur la relation entre capital humain et rémunération des dirigeants. Le capital humain des dirigeants peut effectivement être appréhendé comme une ressource rare et difficile à imiter, qui fournit à l'entreprise un avantage compétitif durable, source de performance. Afin de s'approprier une part de cette création de richesse, les dirigeants exigeraient une rémunération supérieure.

Les études empiriques existantes tendent à vérifier que le capital humain affecte effectivement la rémunération des dirigeants. Ainsi, Gray et Benson (2003) montrent que le niveau d'éducation et l'expérience des dirigeants de petites entreprises influencent positivement leur

rémunération. Carpenter et *al*. (2001) mettent en évidence que dans les entreprises ayant une stratégie globale, l'expérience internationale des dirigeants est associée à une rémunération plus élevée. Abdel-Khalik (2003) démontre que le capital humain des dirigeants est un facteur déterminant de la rémunération incitative, et qu'il est valorisé par les investisseurs sur le marché. Combs et Skill (2003) trouvent également qu'en présence de mécanismes de gouvernance efficaces, le marché financier réagit négativement à l'annonce du décès des dirigeants les plus fortement rémunérés, soutenant ainsi la théorie du capital humain.

Cette analyse concernant les dirigeants peut être menée de façon similaire pour les Présidents de Conseil. D'après le code de gouvernance AFEP/MEDEF, le Président appartient d'ailleurs à la catégorie des « dirigeants mandataires sociaux »[3]. De par ses fonctions, il joue un rôle central en matière de gouvernance d'entreprise. L'article L.225-51 du Code du Commerce définit en ces termes son rôle : « Le Président du conseil d'administration organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission ». Si l'on admet que le capital humain du Président apporte une plus-value à l'entreprise par son action sur la gouvernance de l'entreprise et sa performance, ce capital est-il valorisé et implique-t-il une rémunération supérieure pour les Présidents ?

Les codes de gouvernance insistent beaucoup sur la nécessaire indépendance des membres du conseil, mais ils mettent également l'accent sur la compétence requise de ses membres. Ainsi est-il fait directement allusion au capital humain des administrateurs et donc du Président, comme facteur déterminant pour une meilleure gouvernance des entreprises.
D'une façon générale, plusieurs études démontrent que le capital humain et social des administrateurs façonnent leur capacité à conseiller efficacement l'équipe dirigeante dans le processus de prise de décision (Certo, 2003 ; Hillman et Dalziel, 2003 ; Stevenson et Radin, 2009). Certains travaux mettent en particulier en évidence les effets de certaines caractéristiques de capital humain et social des administrateurs sur l'efficacité de la gouvernance (Carpenter et Westphal, 2001 ; Certo *et al.* 2001 ; Westphal et Milton, 2000), mais également sur sa performance (Kor et Sundaramurthy, 2009). En Grande-Bretagne,

[3] « Les dirigeants mandataires sociaux s'entendent ici du président, du directeur général, du ou des directeurs généraux délégués des sociétés à conseil d'administration, du président et des membres du directoire des sociétés à directoire et conseil de surveillance et des gérants des sociétés en commandite par actions », Code AFEP/MEDEF 2008, p.7.

Marchetti et Stefanelli (2009) démontrent d'ailleurs l'influence de certaines caractéristiques personnelles des administrateurs externes (comme le nombre d'années au service de l'entreprise) sur leur niveau de rémunération.

2.2. Développement des hypothèses

Capital humain des Présidents

Le capital humain correspond donc à l'investissement réalisé par les individus en termes d'éducation et de formation. D'après Becker (1993), deux formes de capital humain peuvent être distinguées : le capital générique et le capital spécifique. Le capital générique correspond à un investissement qui présentera la même valeur pour toutes les entreprises. Le capital spécifique correspond à des compétences ayant une valeur particulière pour une entreprise ou un secteur défini.

Nous utilisons dans cette étude différentes mesures de capital humain générique. La première est relative au niveau d'éducation du Président. Le niveau d'éducation reflète les aptitudes cognitives et les compétences de l'individu. D'après Simonnet (2006), « le système éducatif remplit simultanément la fonction de transmettre des connaissances et celle de sélectionner les aptitudes ». L'investissement éducatif peut se mesurer par le niveau de diplôme. Dans le contexte français, le système des grandes écoles conduit en particulier à distinguer une certaine élite issue des « grandes écoles ». Les plus prestigieuses d'entre elles sont incontestablement l'ENA et l'Ecole Polytechnique, auxquelles peuvent être également rattachées les grandes écoles de commerce parisiennes (type HEC ou ESSEC) (Bauer et Bertin-Mourot, 1987). Nous pouvons nous attendre à ce que ce type de formation se traduise en des conditions de rémunération plus avantageuses.

Par ailleurs, au-delà de sa formation initiale, le Président peut avoir développé ses connaissances et compétences par des apprentissages successifs réalisés au fil des ans sur le marché du travail. A ce titre, nous considérons que l'âge du Président permet de mesurer une accumulation de capital humain générique et justifier un accroissement de rémunération.

Enfin, plus précisément, nous supposons que l'exercice antérieur d'une fonction de Directeur Général d'une autre entreprise du SBF 120, ainsi que la détention de plusieurs mandats d'administrateurs dans d'autres sociétés du SBF 120, augmentent le capital humain générique du Président. En effet, ces activités enrichissent considérablement son expertise dans la gestion d'une grande entreprise cotée, le rendant familier des problématiques managériales rencontrées dans de telles organisations. Ces fonctions sont par ailleurs susceptibles d'avoir

enrichi son capital social. Dans ce contexte, le capital social fait référence à la capacité de l'individu d'avoir accès à certaines ressources grâce à son réseau de relations (Burt, 1992). Une expérience en tant que dirigeant ou administrateur fait ainsi bénéficier le Président d'un réseau de relations d'affaires pouvant être source de création de valeur pour l'entreprise qu'il préside.

En ce qui concerne le capital humain spécifique à l'entreprise, une première mesure concerne l'exercice passé de la fonction de dirigeant au sein de l'entreprise par le Président. Cette situation, courante en France, confère au Président une expérience et une connaissance approfondie de la société.

Un autre aspect du capital humain spécifique est lié au nombre d'années passées dans l'entreprise à présider le conseil d'administration / de surveillance. Le temps consacré à administrer la société implique l'acquisition d'une expertise dans cette fonction, et d'une connaissance spécifique de l'entreprise et de son environnement. Il permet également au Président d'accroître son influence sur les salariés et les administrateurs. En effet, un Président risque d'avoir un ascendant plus important sur les administrateurs qui ont été désignés pendant l'exercice de sa présidence que sur ceux déjà en place lors de sa prise de fonction. L'exercice d'un long mandat augmente ses chances de voir désigner des administrateurs nouveaux durant cette période.

Enfin, nous considérons que le fait de siéger dans plusieurs comités spécialisés de l'entreprise confère au Président une expertise et un pouvoir accru, et correspond ainsi à un investissement spécifique pour lequel le Président peut prétendre à une rémunération supérieure. La rémunération des Présidents devrait ainsi être d'autant plus élevée qu'il siège dans un plus grand nombre de comités.

Hypothèse 1 : La rémunération des Présidents non exécutifs est d'autant plus élevée que son capital humain est important.

Effort des Présidents

D'après le rapport AFEP/MEDEF de 2008, le « montant des jetons de présence doit être adapté au niveau des responsabilités encourues par les administrateurs et du temps qu'ils doivent consacrer à leur fonction » (chapitre 18). La rémunération accordée aux Présidents devrait être directement liée à l'effort qu'ils engagent dans le cadre de leur fonction. Cet effort

peut être appréhendé à travers deux indicateurs : la taille de l'entreprise et le nombre de réunions du conseil.

Le niveau d'effort des Présidents dépend du niveau de complexité de l'entreprise. Une entreprise de plus grande taille est ainsi susceptible de solliciter un travail plus approfondi et des compétences élargies. Certaines études anglo-saxonnes montrent d'ailleurs que la taille apparaît comme un facteur déterminant de la rémunération des administrateurs en général (Cordeiro et *al*., 2000 ; Ryan et Wiggins, 2004). La rémunération des Présidents devrait donc être plus élevée dans les entreprises de plus grande taille.

L'effort consenti par les Présidents dépend également du nombre de réunions tenues par le conseil chaque année. Le nombre de réunions s'est fortement accru au cours de ces dernières années, illustrant les exigences croissantes à l'égard du travail des administrateurs. La rémunération du Président devrait être d'autant plus élevée que le nombre de réunions s'accroît.

Hypothèse 2 : La rémunération des Présidents non exécutifs est d'autant plus élevée que son effort consenti au sein de l'entreprise est important.

Performance de l'entreprise

La relation entre la performance de l'entreprise et la rémunération des dirigeants a fait l'objet d'une littérature abondante (Devers *et al.*, 2007). En accord avec la théorie de l'agence, il est attendu qu'une politique de rémunération liée à la performance de l'entreprise permet d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires (Jensen et Murphy, 1990). Or, tout comme les dirigeants exécutifs, les Présidents n'agissent pas nécessairement dans l'intérêt des actionnaires, dans la mesure où celui-ci ne rencontre pas leurs propres intérêts. Nous pouvons donc supposer qu'un niveau de rémunération en accord avec la performance de l'entreprise constitue un mécanisme incitatif permettant d'aligner les intérêts du Président sur ceux des actionnaires[4]. De plus, si l'on admet que les Présidents contribuent à la performance de l'entreprise, ils sont susceptibles d'être « récompensés » pour leur participation à la performance de l'entreprise[5].

[4] Dans le cadre de la présente étude, le lien entre performance et rémunération des présidents non exécutifs n'est appréhendée qu'à travers la théorie de l'agence. La littérature a démontré le caractère potentiellement réducteur de ce choix classique (St Onge et Magnan, 2008). D'autres grilles d'analyse pourraient également être mobilisées.

[5] Très peu d'entreprises cotées précisent dans le rapport annuel les critères utilisés pour déterminer la rémunération variable des Présidents. Certaines font toutefois explicitement référence à des critères de performance (comme L'Oréal, Total, Vinci ou encore le groupe Stéria).

Hypothèse 3 : La rémunération des Présidents non exécutifs s'accroît avec le niveau de performance de l'entreprise.

Gouvernance de l'entreprise

La rémunération des Présidents devrait être conditionnée par le niveau de leur prise de risque. Or, une source de risque importante est celle liée à la défaillance des systèmes de gouvernance. La question est donc de déterminer dans quelle mesure le niveau de rémunération est plus important lorsque le coût de contrôle est plus élevé. Autrement dit, nous pouvons nous demander si les rémunérations des Présidents sont déterminées de façon à minimiser des coûts d'agence importants.

La présence d'un actionnaire de contrôle représente un mécanisme de gouvernance fort, réduisant ainsi le rôle dévolu au conseil (Charreaux, 2000). Cet actionnaire de contrôle peut être un actionnaire externe, particulièrement incité à être actif dans son rôle de surveillance des dirigeants. Il peut être également le dirigeant lui-même, comme cela est souvent le cas parmi les sociétés françaises cotées. Si le dirigeant détient une part importante du capital de l'entreprise, ses intérêts sont supposés être alignés sur ceux des actionnaires, tandis qu'une plus faible détention du capital implique une demande accrue de contrôle de la part du conseil (Jensen et Meckling, 1976).

D'une façon générale, dans les sociétés à capital dispersé, le rôle de contrôle du Président est susceptible d'être particulièrement important : il pourrait ainsi être davantage incité financièrement pour l'effort de surveillance supplémentaire fourni et pour les risques engagés en l'absence d'un contrôle efficace mis en oeuvre par l'actionnaire principal.

Hypothèse 4 : La rémunération des Présidents non exécutifs est plus élevée dans les sociétés à capital dispersé.

3. Méthodologie

3.1. L'échantillon

Notre échantillon a été constitué sur la base des sociétés composant le SBF 120 sur la période 2005-2009. Les informations relatives aux rémunérations des Présidents et aux variables de gouvernance ont été rassemblées à partir des documents de référence et du Who's Who. Les données comptables ont, quant à elles, été réunies à partir de la base Amadeus[6].

Pour constituer notre échantillon, nous avons dans un premier temps éliminé les sociétés financières. Dans un deuxième temps, nous avons écarté toutes les sociétés dirigées par un Président Directeur Général, afin de nous concentrer sur les seules entreprises ayant désigné un Président non exécutif. Enfin, nous avons éliminé les sociétés dont certaines données étaient manquantes, ainsi que les sociétés ayant changé de Président en cours d'exercice. Notre échantillon final se compose ainsi de 147 observations, représentant 44 entreprises.

	2005	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**TOTAL**
SBF 120	120	120	120	120	120	**600**
- sociétés financières	20	20	20	20	20	**100**
- sociétés avec structure moniste	57	54	53	54	51	**269**
- sociétés ayant changé de Président en cours d'année	1	5	3	4	7	**20**
- sociétés avec données manquantes	16	14	10	11	13	**64**
= TOTAL	**26**	**27**	**34**	**31**	**29**	**147**

3.2. Les variables

Rémunération des Présidents

Depuis la loi NRE du 15 mai 2001, le document de référence des sociétés doit rendre compte de la rémunération versée, durant l'exercice, à chaque mandataire social. Nous avons ainsi collecté les éléments de rémunération octroyés aux Présidents non exécutifs, qui prennent la forme de jetons de présence, de stock-options, et d'autres rémunérations variables. Leur rémunération totale est notée REMU.PDT. Les stock-options octroyées au Président ont été évaluées selon le modèle de Black et Scholes. Dans la mesure où la distribution des

[6] Développée par Bureau Van Dijk, AMADEUS est une base de données pan-européenne contentant des informations financières sur plus de 18 millions d'entreprises privées ou publiques dans 41 pays européens. Sont notamment disponibles les comptes annuels standardisés, les ratios financiers, les activités et l'actionnariat.

rémunérations est très asymétrique, nous utiliserons dans les régressions une transformation logarithmique des rémunérations, de la forme LN(REMU.PDT).

Capital humain des Présidents

Le capital humain générique des Présidents est mesuré par six variables. Les trois premières sont relatives au diplôme détenu par le Président. La variable POLY prend la valeur de 1 si le Président est diplômé de l'Ecole Polytechnique, et 0 dans le cas contraire. La variable ENA prend la valeur de 1 si le Président est diplôme de l'ENA ; et enfin la variable PARIS est codée 1 si le Président est diplômé d'une grande Ecole de commerce (HEC / ESSEC). La quatrième mesure correspond à l'âge du Président, et est notée AGE. La variable CEO.SBF120 prend la valeur de 1 si le Président a été auparavant dirigeant d'une société du SBF120, et 0 dans le cas contraire. Enfin, le nombre de mandats d'administrateur détenus par le Présidents dans d'autres sociétés du SBF120 est défini par la variable MANDATS.SBF120.
Le capital humain spécifique est mesuré par trois variables. La variable EX.CEO prend la valeur de 1 si le Président a exercé auparavant la fonction de Directeur Général de la société, et 0 dans le cas contraire. Le nombre d'années passées à la tête du conseil de l'entreprise est caractérisé par la variable ANNEES.PDT. Enfin, NBRE.COMITES représente le nombre de comités spécialisés dans lesquels siège le Président au sein de l'entreprise.

Effort des Présidents

L'effort consenti par les Présidents est tout d'abord mesuré par le nombre de réunions tenues par le conseil durant l'exercice, noté REUNIONS.
Par ailleurs, nous supposons que la rémunération des Présidents est d'autant plus élevée que la taille de l'entreprise est grande. Pour mesurer la taille, nous utilisons le logarithme de l'actif total de l'entreprise, noté LN.ACT.

Performance de l'entreprise

Nous nous attendons à une relation positive entre le niveau de performance de l'entreprise et l'importance des rémunérations octroyées aux Présidents. La performance de l'entreprise est mesurée par la rentabilité économique de l'entreprise, notée ROA.

Gouvernance de l'entreprise

Afin d'étudier l'influence de la présence d'un actionnaire de contrôle sur la rémunération des Présidents, nous utilisons la variable %PRINC qui mesure le pourcentage des droits de vote du principal actionnaire.

Variables de contrôle

Nous contrôlons le secteur d'activité auquel appartient l'entreprise (variable IND). En effet, il est possible que certains secteurs d'activité exigent des compétences particulières de la part des Présidents, impliquant l'octroi de rémunérations incitatives permettant d'attirer des administrateurs maîtrisant un certain niveau d'expérience et d'expertise.

4. Résultats

4.1. Statistiques descriptives

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives pour notre échantillon.

Nous observons que les Présidents reçoivent en moyenne une rémunération de 479 K€. Cette rémunération est très dispersée, puisqu'elle s'étend de 16 K€ à 3 587 K€ (pour l'entreprise L'Oréal), avec une médiane égale à 229 K€. Dans 16% des cas, les Présidents perçoivent une rémunération égale à supérieure à 1 M€, tandis que 20% des Présidents perçoivent une rémunération inférieure à 50 K€.

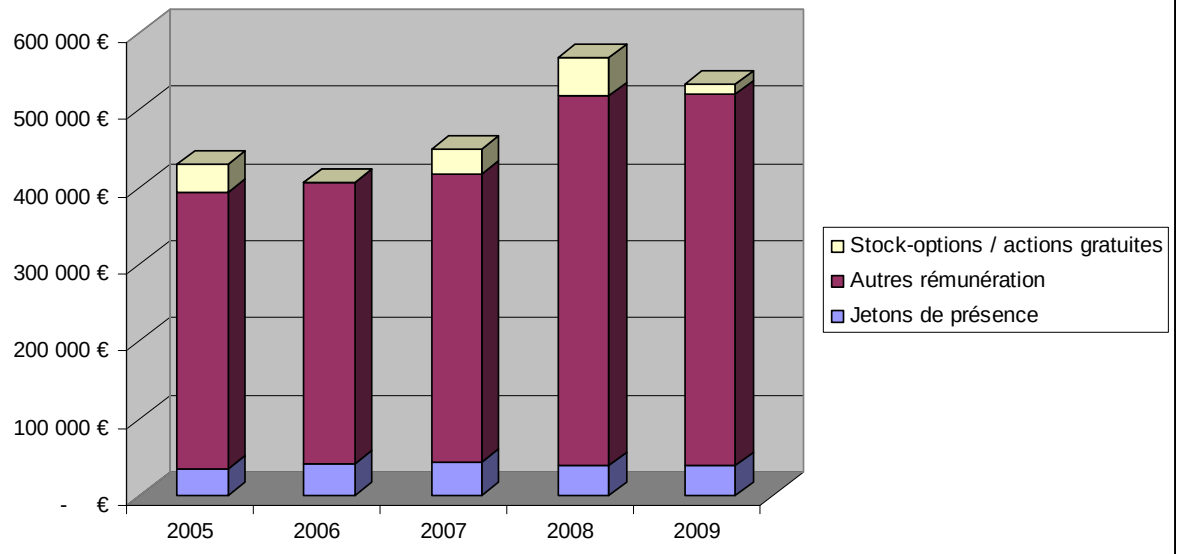
En moyenne, cette rémunération se décompose en 8% de jetons de présence, 86% d'autres rémunérations et 6% de stock options et action gratuites. Ainsi, les « autres rémunérations » représentent la composante principale de la rétribution totale, sachant que les critères ayant conduit à leur fixation ne sont que très rarement précisés dans le rapport annuel.

Les jetons de présence représentent jusqu'à 214 K€, tandis que 40 entreprises de l'échantillon total ne versent aucun jetons de présence à leur Président. De même, 37 entreprises ne versent aucune « autres rémunérations » à leur Président, tandis que ces dernières s'élèvent à plus de 1 M€ pour 23 entreprises de l'échantillon. Enfin, des stock-options n'ont été distribuées aux Présidents que dans 3 entreprises de l'échantillon, et des actions gratuites dans 8 entreprises. Ainsi, ce mode de rémunération incitative pour les Présidents est très peu utilisé par les entreprises françaises, contrairement à ce que l'on peut observer aux Etats-Unis, où ce mode

de rétribution a connu un développement très important depuis les années 90, sous l'impulsion notamment des investisseurs institutionnels.

Le graphique 1 met en évidence que la rémunération des Présidents a augmenté de 24% en moyenne sur notre période d'étude, avec un accroissement particulièrement élevé des « autres rémunérations » (+ 35%) tandis que la rétribution par jeton de présence n'a varié que de 10%.

Graphique 1 - Evolution de la rémunération des Présidents sur la période 2005-2009



En ce qui concerne les caractéristiques de Présidents non exécutifs, nous constatons tout d'abord qu'ils sont Présidents d'un Conseil de surveillance dans 53% des cas, et Présidents d'un Conseil d'administration pour 47% d'entre eux, ce qui reflète bien le développement des conseils d'administration dissociés depuis la loi NRE de 2001. Les Présidents ont entre 41 et 83 ans, avec une moyenne de 63,5 ans. Ils exercent leur fonction de Président depuis 3,9 ans en moyenne.

Près de la moitié d'entre eux (46%) ont exercé la fonction de Directeur Général de la société avant leur nomination en tant que Président. En particulier, 65% des Présidents de Conseil d'administration dissocié étaient auparavant dirigeant de la société. Ces statistiques traduisent bien à quel point il est courant en France de proposer la Présidence du conseil au dirigeant sortant, dans le but souvent affiché de faire bénéficier à la nouvelle direction de son expérience et de sa connaissance de l'entreprise. Cette situation, que la France partage

d'ailleurs avec l'Allemagne, est beaucoup moins courante dans les autres pays européens, et même proscrite au Royaume-Uni[7].

Au sein des entreprises, la majorité (69%) des Présidents sont également membres de comités spécialisés. Ils font ainsi fréquemment partie des comités de rémunération, qu'ils président d'ailleurs bien souvent : 44% des Présidents de Conseil sont également Présidents du comité de rémunération. Par ailleurs, plus de la moitié des Président (54%) disposent au moins d'un autre mandat d'administrateur parmi les sociétés du SBF120. Dans la majorité des cas, il s'agit d'un ou de deux mandats, mais certains (8% d'entre eux) disposent de trois à quatre mandats à l'extérieur de la société.

Enfin, au niveau de leur formation, 27% des Présidents sont issus de Polytechnique, 14% de l'ENA, et 12% d'une Grande Ecole de commerce (en l'occurrence HEC ou ESSEC dans notre échantillon). Outre ces 53% issus de ces formations de prestiges, 47% se répartissent entre des écoles de commerce de rang moins élevés, des formations universitaires et des autodidactes.

En ce qui concerne les autres variables, nous observons que l'actif total des entreprises de notre échantillon est égal à 16 506 M€ en moyenne, avec une très forte dispersion puisqu'il s'étend de 432 à 127 753 M€. En moyenne, les conseils se réunissent 7,5 fois par an, le nombre de réunions annuelles pouvant atteindre 22. Notons enfin qu'en ce qui concerne la structure de propriété, le principal actionnaire contrôle en moyenne 28,1% des droits de vote, ce qui reflète le caractère concentré de la structure de capital des entreprises cotées françaises.

[7] *Corporate Governance Report 2009*, Heidricks & Struggles.

Tableau 1 - Statistiques descriptives pour l'échantillon total (N=147)

Variables continues

	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Minimum	Maximum
Rémunération des Présidents (en €)					
Jetons de présence	39 225	28 000	45 729	0	214 000
Autres rémunérations	412 999	184 171	576 098	0	3 500 000
Stock-options	8 650	0	69 526	0	729 600
Actions gratuites	18 378	0	90 159	0	735 000
REMU.PDT	479 252	229 000	621 218	15 885	3 587 279
Caractéristiques des Présidents					
AGE	63,52	64	9,02	41	83
MANDATS.SBF120	0,88	1,00	1,03	0	4
ANNEES.PDT	3,88	3,00	3,71	0	22
NBRE.COMITES	1,12	1,00	0,98	0	4
Autres variables explicatives					
REUNIONS	7,52	7,00	2,69	3	22
TOTAL ACTIF (M€)	16 506	6 125	22 929	432	127 753
ROA	9,17	7,44	9,60	-14,58	60,36
%PRINC	28,11	20,40	22,36	0,00	82,99

Variables dichotomiques

	Moyenne	Médiane	Nombre d'ent. Codées « 1 »	Nombre d'ent. Codées « 0»
Caractéristiques des Présidents				
POLY	0,27	0	40	107
ENA	0,14	0	20	127
PARIS	0,12	0	17	130
CEO.SBF120	0,20	0	30	117
EX.CEO	0,46	0	68	79

REMU.PDT = rémunération totale des Présidents non exécutifs (en €) ;
AGE = Age du Président ; MANDATS.SBF120 = Nombre de mandats d'administrateurs détenus par le Président dans l'ensemble des entreprises du SBF120 ; NBRE.COMITES = Nombre de comités spécialisés dans lesquels siège le Président ; ANNEES.PDT = Nombre d'années passées en tant que Président du conseil ; POLY = 1 si le président est diplômé de Polytechnique, 0 sinon ; ENA = 1 si le président est diplômé de l'ENA, 0 sinon ; PARIS = 1 si le président est diplômé d'une grande Ecole parisienne, 0 sinon ; CEO.SBF120 = 1 si le Président a été Directeur Général d'une société de SBF 120 ; EX.CEO = 1 si le Président était auparavant Directeur Général de l'entreprise, 0 sinon ; REUNIONS = Nombre de réunions du Conseil au cours de l'exercice ; TOTAL ACTIF = Actif total (en M€) ; ROA = résultat d'exploitation / actif total ; %PRINC = pourcentage de droits de vote du principal actionnaire

4.2. Les déterminants de la rémunération des Présidents non exécutifs

Nous proposons dans cette section d'analyser les déterminants de la rémunération totale des Présidents non exécutifs. Dans la mesure où nous anticipons que les variables explicatives entretiennent une relation linéaire avec la variable expliquée, l'analyse multivariée reposera sur une régression linéaire (moindre carrés ordinaire). Les résultats de la régression linéaire sont reportés dans le tableau 2. Des variables binaires ont été introduites dans le modèle pour contrôler le secteur d'activité (les résultats ne sont pas reportés dans le tableau). Dans ce modèle, le VIF (Variance Inflation Factor) maximum s'élève à 2,407. Il ne semble donc pas y avoir de problèmes de multicolinéarité majeurs susceptibles de biaiser nos résultats (Montgomery et Peck, 1982).

Tableau 2 – Les déterminants de la rémunération des Présidents non exécutifs

POLY = 1 si le président est diplômé de Polytechnique, 0 sinon ; ENA = 1 si le président est diplômé de l'ENA, 0 sinon ; PARIS = 1 si le président est diplômé d'une grande Ecole parisienne, 0 sinon ; AGE = Age du Président ; CEO.SBF120 = 1 si le Président a été Directeur Général d'une société de SBF 120 ; MANDATS.SBF120 = Nombre de mandats d'administrateurs détenus par le Président dans l'ensemble des entreprises du SBF120 ; EX.CEO = 1 si le Président était auparavant Directeur Général de l'entreprise, 0 sinon ; ANNEES.PDT = Nombre d'années passées en tant que Président du conseil ; NBRE.COMITES = Nombre de comités spécialisés dans lesquels siège le Président ; REUNIONS = Nombre de réunions du Conseil au cours de l'exercice ; LN.ACT = Logarithme népérien de l'actif total ; ROA = résultat d'exploitation / actif total ; %PRINC = pourcentage de droits de vote du principal actionnaire

	LNREM.PDT	
	Beta	t-value
Intercept		3,001***
POLY	-0,277	-4,161**
ENA	-0,087	-1,298
PARIS	-0,360	-6,213***
AGE	-0,121	-2,205**
CEO.SBF120	0,187	3,350***
MANDAT.SBF120	-0,060	-0,906
EX.CEO	0,327	5,771***
ANNEES.PDT	-0,010	-0,178
NBRE.COMITES	-0,011	-0,206
REUNIONS	-0,007	-0,140
LN.ACT	0,714	10,317***
ROA	0,112	1,993**
%PRINC	-0,302	-4,644***
IND	Inclus	
F-statistic		20,700***
Adjusted R^2		0,730

*** significatif au seuil de 1% ; ** significatif au seuil de 5% ; * significatif au seuil de 10%

En ce qui concerne l'incidence du capital humain générique du Président sur son niveau de rémunération, nous constatons tout d'abord que les Présidents diplômés d'une école

prestigieuse ne bénéficient pas de niveau de rémunération supérieur, mais au contraire de rétribution significativement inférieure pour les diplômés de Polytechnique, d'HEC ou de l'ESSEC. Nous infirmons ainsi l'hypothèse que la détention d'un diplôme de prestige soit associée à de plus fortes rétributions pour la fonction de contrôle dévolue aux Présidents[8].

De la même manière, nous trouvons que l'âge du Président est associé négativement à son niveau de rémunération. Ce résultat peut s'expliquer par la concavité de la relation âge – salaire mise en évidence par Ben Porath (1967) et Mincer (1974). Il est attendu en effet que le niveau de salaire s'accroît avec l'âge jusqu'à un certain niveau, puis diminue dans la mesure où les investissements professionnels et leur rentabilité marginale décroissent à partir d'un certain seuil. Les Présidents sont relativement âgés ; 74% d'entre eux ont plus de 60 ans. Il est possible que dans cette tranche d'âge, les années ne représentent plus une accumulation de capital humain source de productivité marginale, mais au contraire une dépréciation de capital humain se traduisant par des niveaux de salaire plus faibles.

Conformément à nos hypothèses, la rémunération des Présidents est significativement plus élevée lorsque celui-ci a exercé une fonction de Directeur Général dans une société du SBF 120. En revanche, le fait de détenir un plus grand nombre de mandats d'administrateurs dans d'autres sociétés du SBF n'a pas d'incidence sur la rémunération du Président. Son expérience en tant qu'administrateur n'est donc pas valorisée par une rétribution supplémentaire.

Concernant le capital humain spécifique à l'entreprise, le nombre d'années exercées en tant que Président, ainsi que le nombre de comités dans lequel siège le Président, n'ont pas d'impact significatif sur sa rémunération. En revanche, le fait que le Président ait été dirigeant de la même entreprise auparavant joue un rôle très significatif dans son niveau de rémunération. Ainsi, son expertise et son expérience spécifique accumulées au travers de sa fonction de dirigeant sont un déterminant majeur de son niveau de rémunération. Ce résultat est intéressant, car il peut expliquer le fait que la rémunération des Présidents non exécutifs soit relativement élevée en France par rapport à leurs homologues européens. En effet en Europe, la France compte avec l'Allemagne le plus fort pourcentage de Présidents non exécutifs ex dirigeant exécutif.

[8] Ce résultat peut être illustré par quelques cas significatifs. Par exemple, nous constatons que les Présidents du groupe Bénéteau (ENA), du groupe SAFT (Polytechnique), ou encore de Michelin (HEC) comptent parmi les Présidents les moins rémunérés du SBF 120. A l'inverse, parmi les Présidents les mieux rémunérés, certains sont diplômés de l'INSEAD (L'Oréal), disposent d'une licence d'économie (Cap Gémini) ou d'un diplôme d'expertise-comptable (Dassault Système).

Plus globalement, l'existence d'un lien négatif entre la détention d'un diplôme obtenu dans une école prestigieuse et la rémunération du président apparait contre-intuitive. Toutefois, un résultat comparable est également identifié pour les dirigeants exécutifs par Jalbert (et al., 2011) dans le contexte américain. Il semblerait ainsi que le passage par une école d'élite favorise l'accès à la fonction de président non exécutif. Cet accès assure également une rétribution importante au regard des rémunérations moyennes offertes aux salariés mais inférieure à celles concédées à leurs pairs. En d'autres termes, la qualification, signalée par le diplôme, permettrait une surreprésentation des lauréats d'écoles prestigieuses aux fonctions de présidents ; en revanche, c'est la compétence, appréhendée notamment par le passage – présent ou passé – à un poste de dirigeant exécutif, qui influencerait leur niveau de rémunération.

La taille de l'entreprise apparaît également comme un facteur très significatif du niveau de rémunération des Présidents. L'effort consenti pour présider une entreprise plus grande et plus complexe est donc compensé par une rémunération plus élevée. Le rôle prépondérant de la taille de l'entreprise, déjà observé pour expliquer la rémunération des dirigeants, est donc vérifié dans le cas des Présidents. En revanche, le nombre de réunions du Conseil n'affecte pas significativement la rémunération des Présidents.

Par ailleurs, conformément à notre hypothèse, la rémunération des Présidents s'accroît significativement avec la performance de l'entreprise, mesurée par le ROA. Ce résultat est cohérent avec ce que semblent indiquer les rapports annuels, à savoir la prise en compte de critères de performance dans la détermination de la rétribution variable octroyée aux Présidents. Il indique clairement que leur contribution à la performance de l'entreprise qu'ils président est reconnue et récompensée.

Enfin, nous observons que la rétribution des Présidents est d'autant plus élevée que l'actionnariat de l'entreprise est dilué. Ce résultat est conforme à l'hypothèse d'une rémunération plus importante offerte en l'absence d'un actionnaire de contrôle limitant la responsabilité et le risque du Président du conseil.

CONCLUSION

Cette étude propose d'analyser les déterminants de la rémunération de Présidents non exécutifs, jamais été étudiés jusqu'à présent malgré les débats récents sur leur relative opacité. Nous avons mis en évidence que certaines caractéristiques personnelles des Présidents ont une incidence significative sur leur niveau de rémunération. Ainsi, le fait d'avoir exercé des fonctions de Directeur Général, au sein de l'entreprise qu'ils président ou d'autres sociétés du SBF 120, est associé à des niveaux de rémunération plus élevés. A l'inverse, contrairement à nos attentes, le fait que le Président soit plus âgé, ou qu'il soit diplômé d'une grande école, implique des niveaux de salaire plus faibles. Nous infirmons donc l'hypothèse d'une rémunération plus forte pour un investissement en formation initiale plus élevé et une accumulation de capital humain au fil des ans. Par ailleurs, nous mettons en évidence que la taille de l'entreprise, sa performance et la structure de propriété sont des déterminants significatifs pour expliquer la rémunération des Présidents. Ce résultat illustre la volonté des entreprises de compenser un effort et une prise de responsabilité supplémentaires demandés aux Présidents dans les sociétés plus grande et caractérisées par un actionnariat dilué.

Dans le prolongement de cette étude, il serait intéressant d'étendre l'analyse à l'ensemble des pays européens, afin d'expliquer les différences de rémunération observées selon les pays. Il est possible que les caractéristiques personnelles des Présidents permettent d'expliquer ces différences. Nous avons ainsi évoqué le fait que la désignation à la tête du conseil du dirigeant sortant est une pratique plus ou moins courante selon les pays. De même, l'âge moyen des administrateurs et de leur Président est très hétérogène selon les pays. La France par exemple se distingue par des administrateurs relativement plus âgés en moyenne que leurs homologues européens. De futures recherches pourront certainement déterminer dans quelle mesure ces spécificités concourent à expliquer des politiques de rémunération différenciées.

BIBLIOGRAPHIE

Abdel-Khalik R. (2003), « Self-sorting, incentive compensation and human-capital assets », *European Accounting Review*, 12 (4), p.661-697.

Bauer M., Bertin-Mourot B. (1987), *Les deux cents, comment devient-on un grand patron?*, éd. Seuil, Paris.

Barney J. (1991), « Firm resources and sustained competitive advantage », *Journal of Management*, 17 (1), p.99-120.

Becker G. (1993), *Human capital*, University of Chicago Press.

Ben Porath Y. (1967), « The production of human capital and the life cycle of earnings », *Journal of Political Economy*, 75, p.352-365.

Burt R. (1992), *Structural holes*, Harvard University Press.

Carpenter M., G. Sanders, H. Gregersen (2001), « Bundling human capital with organizational context: the impact of international assignment experience on multinational firm performance and CEO pay », *Academy of Management Journal*, 44 (3), p.493-511.

Carpenter A, Westphal J.(2001), « The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision-making », *Academy of Management Journal*, 44, p.639-660.

Castanias R.P., Helfat C.E. (1991), « Managerial resources and rents », *Journal of Management*, 17 (1), p.155-172.

Certo T. (2003), « Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures », *Academy of Management Review*, 28, p.432-446.

Certo T., Daily C., Dalton D. (2001), « Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings », *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26, p.33-50.

Charreaux G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n°127, 4e trimestre, p. 6-17.

Combs J., Skill M. (2003), « Managerialist and human capital explanations for key executive pay premiums: A contingency perspective », *Academy of Management Journal*, 46 (1), p.63-73.

Cordeiro J., Veliyath R., Eramus E. (2000), « An empirical investigation of the determinants of outside director compensation », *Corporate Governance*, 8 (3), p.268-279.

Devers C., Cannella A., Reilly G., Yoder M. (2007), « Executive compensation : A multidisciplinary review of recent developments », *Journal of Management*, 33, p.1016-1072.

Eminet A., Guedri Z., Asseman S. (2009), « Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération ? Structure de contrôle du conseil d'administration et mobilisation du capital social », *Finance Contrôle Stratégie*, 12 (3), p5-36.

Gray S., Benson P. (2003), « Determinants of executive compensation in Small Business Development Centers », *Nonprofit Management & Leadership*, 13 (3), p.213-227.

Hillman A., Dalziel T. (2003), « Boards of directors and firm performance : Integrating agency and resource dependence perspectives », *Academy of Management Review*, 28 (3), p.383-396.

Jensen M., Meckling W. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, p.305-360.

Jensen M., Murphy K. (1990), « Performance Pay and Top-management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 98, p.225-264.

Kor Y. et Sundaramurthy C. (2009), « Experience-based human capital and social capital of outside directors », *Journal of Management*, 35 (4), p.981-1006.

Marchetti P. et Stefanelli V. (2009), « Does the compensation level of outside director depend on its personal profile ? Some evidence from UK », *Journal of Management and Governance*, 13, p. 325-354.

Mincer J. (1974), *Schooling, Experience, and Earnings*, Columbia University Press, New York.

Montgomery D., Peck E. (1982), *Introduction to Linear Regression Analysis*, John Wiley & Sons.

Nicols D. et Subramanian C. (2001), « Executive Compensation: Excessive or Equitable? », *Journal of Business Ethics*, 29 (4), p339-351

Perel M. (2003), « An ethical Perspective on CEO Compensation », *Journal of Business Ethics*, 48 (4), p381-391.

Ryan H.E., Wiggins R.A. (2004), « Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring », *Journal of Financial Economics*, 73, pp.497-524.

Simonnet (2006), *Le capital humain*, in Encyclopédie des Ressources Humaines, Ed. Vuibert.

St-Onge S. et Magnan M. (2008), « La rémunération des dirigeants : mythes et recommandations », *Gestion*, 33 (3), p.25-40.

Stevenson W. et Radin R. (2009), « Social capital and social influence on the board of directors », Journal of Management Studies, 46 (1), p.16-44.

Tosi H.L., Werner S., Katz J.P. et Gomez-Mejia L.R. (2000), « How much does Performance matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies », Journal of Management, vol.26, n° 2, p.301-339.

Vigliano M.-H., Barré G. (2010), « L'effet de la structure du réseau du dirigeant sur sa rémunération: Le cas français », *Revue Française de Gestion*, 202, p.97-109.

Westphal J., Milton L. (2000), « How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards », Administrative Science Quarterly, 45, p.366-398.

ANNEXE – Matrice de corrélations des variables explicatives

Variables	POLY	ENA	PARIS	AGE	CEO.SBF120	MANDAT.SBF120	EX.CEO	ANNEES.PDT	NBRE.COMITES	REUNIONS	LN.ACT	ROA	%PRINC
POLY	1,000												
ENA	-0,243	1,000											
PARIS	-0,221	-0,144	1,000										
AGE	0,140	-0,235	0,071	1,000									
CEO.SBF120	0,373	-0,053	-0,183	0,324	1,000								
MANDAT.SBF120	0,192	0,201	0,188	0,163	0,077	1,000							
EX.CEO	-0,107	-0,209	0,176	-0,011	-0,131	0,216	1,000						
ANNEES.PDT	0,086	-0,223	0,035	0,353	0,222	-0,197	-0,010	1,000					
NBRE.COMITES	-0,041	0,218	0,219	-0,053	-0,216	-0,129	-0,096	-0,038	1,000				
REUNIONS	0,006	-0,033	-0,214	-0,180	-0,099	-0,075	0,007	-0,314	0,063	1,000			
LN.ACT	0,098	0,215	0,318	0,129	0,138	0,471	0,224	0,112	0,128	-0,066	1,000		
ROA	0,218	-0,094	-0,134	-0,114	0,025	0,095	-0,112	-0,117	-0,270	-0,153	-0,350	1,000	
%PRINC	-0,241	0,110	-0,015	-0,361	-0,241	-0,207	0,232	-0,122	0,119	-0,012	-0,314	0,172	1,000